



Policy Note

2011 / 5

Η επίλυση της κρίσης της Ευρωζώνης— δίχως εξαγορές χρέους, εθνικές εγγυήσεις, αλληλοασφάλιση, ή δημοσιονομικές μεταβιβάσεις

Του Stuart Holland

1. Επισκόπηση

Ένας από τους λόγους για την αποτυχία του Ecofin και του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου να δώσουν λύση στην κρίση της ευρωζώνης είναι η αντίσταση σε εξαγορές χρέους, κρατικές εγγυήσεις, αλληλοασφάλιση και δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ κρατών-μελών. Το κείμενο αυτό υποστηρίζει ότι κανένα από αυτά τα μέτρα δεν είναι απαραίτητο είτε για να μετατρέψουμε ένα μέρος των εθνικών ομολόγων σε ευρωομόλογα είτε για καθαρή έκδοση ευρωομολόγων. Το επιχείρημα για αυτή τη θέση βασίζεται σε μια παλαιότερη έκθεση, η οποία πρότεινε την ιδέα των ευρωομολόγων στον πρόεδρο της Ευρωπαϊκής Επιτροπής Ζακ Ντελόρ και, ο οποίος, στη συνέχεια, την συμπεριέλαβε στη Λευκή Βίβλο (Δεκέμβρης 1993).[1]

1. Για τη χρηματοδότηση του New Deal, η κυβέρνηση του Ρούσβελτ δεν εξαγόρασε το χρέος των «κρατών-μελών» της αμερικανικής ένωσης, δεν τους ζήτησε να παρέχουν εγγύηση στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα και δεν απαίτησε δημοσιονομικές μεταβιβάσεις εκ μέρους τους.

Ο **Stuart Holland** είναι επισκέπτης καθηγητής οικονομικών στο Πανεπιστήμιο της Κοϊμπρα στην Πορτογαλία και πρώην μέλος του βρετανικού κοινοβουλίου. Copyright © 2012 Levy Economics Institute

2. Οι Ηνωμένες Πολιτείες χρηματοδοτούν τα κρατικά ομόλογα με ομοσπονδιακούς φόρους, ενώ η Ευρώπη δεν διαθέτει κοινή δημοσιονομική πολιτική. Αλλά τα κράτη-μέλη μπορούν να χρηματοδοτήσουν το μερίδιο των εθνικών ομολόγων τους που μετατρέπονται σε ομόλογα της Ένωσης χωρίς δημοσιονομικές μεταβιβάσεις.

3. Η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕ) εκδίδει τα δικά της ομόλογα για 50 χρόνια χωρίς κρατικές εγγυήσεις ή δημοσιονομικές μεταβιβάσεις και είναι ήδη δύο φορές μεγαλύτερη από την Παγκόσμια Τράπεζα. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) είναι ο ονομαστικός θεματοφύλακας της σταθερότητας, αλλά η ΕΤΕ μπορεί να διασφαλίσει την ανάπτυξη.

4. Η μετατροπή ενός ποσοστού του εθνικού χρέους σε ομόλογα της Ένωσης θα μπορούσε να γίνει επί τη βάση μιας συμφωνίας περί ενισχυμένης συνεργασίας όπου ορισμένα κράτη-μέλη θα μπορούσαν να διατηρήσουν τα δικά τους ομόλογα.[2]

5. Ο Ζαν Κλώντ Γιούνγκερ και ο Τζούλιο Τρεμόντι έχουν δίκιο να υποστηρίζουν ότι τα ευρωομόλογα θα πρέπει να κυκλοφορούν στην παγκόσμια αγορά, ότι θα προσελκύσουν παγκόσμια πλεονάσματα, και ότι θα επέτρεπαν στο ευρώ να γίνει ένα παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα.[3]

6. Αλλά ένα μέρος των μετατρέψιμων εθνικών ομολόγων θα μπορούσαν, αντί να εμπορεύονται, να διατηρούνται από την Ένωση σε δικό της λογαριασμό. Αυτό θα προστάτευε τα μετατρέπόμενα ομόλογα από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης και θα επέτρεπε στις κυβερνήσεις να κυβερνούν και όχι στους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Ενώ ορισμένα κράτη-μέλη είναι υπερχρεωμένα, η ίδια η ΕΕ δεν κουβαλάει σχεδόν καθόλου χρέος. Μάλιστα, δεν είχε καθόλου χρέη έως και τον Μάιο του 2010, όταν δηλαδή και ξεκίνησε η εξαγορά του εθνικού χρέους. Αλλά ακόμη και με τις εξαγορές χρέους και τις τραπεζικές διασώσεις, το χρέος της ΕΕ εξακολουθεί να είναι λιγότερο από το 2% του ΑΕΠ. Αυτό είναι λιγότερο από το ένα πέμπτο της αναλογίας χρέους/-ΑΕΠ των ΗΠΑ για την δεκαετία του '30, όταν η κυβέρνηση Ρούσβελτ άρχισε να μετατοπίζει τις αποταμιεύσεις σε επενδύσεις μέσω της επέκτασης των κρατικών ομολόγων.[4]

2. Σταθεροποίηση με μη εμπορεύσιμα ευρωομόλογα

Οι ευρωπαίοι υπουργοί οικονομικών έχουν εξετάσει μια παραλλαγή για ευρωομόλογα από πρόταση που έχει προωθήσει το Ινστιτούτο Bruegel, αλλά η πρόταση έχει σημαντικές ελλείψεις που έχουν προκαλέσει αντίδραση, ιδίως από τη Γερμανία:

1. Η πρόταση προϋποθέτει ότι το χρέος θα είναι εμπορεύσιμο.
2. Προϋποθέτει επίσης ότι τα ομόλογα θα χρειάζονται ένα νέο θεσμό.
3. Προτείνει τα κράτη-μέλη να είναι από κοινού υπεύθυνα για τα ομόλογα.

4. Απευθύνει επίσης έκκληση για μια τυποποιημένη ρήτρα συλλογικής δράσης που θα περιλαμβάνει δημοσιονομικές μεταβιβάσεις.

5. Η πρόταση θα πρέπει να εγκριθεί από όλα τα εθνικά κοινοβούλια, αντί κοινής δράσης από τα κράτη-μέλη μέσω του Ευρωπαϊκού Συμβουλίου.

Ωστόσο, όπως έχουν προτείνει πρώην επικεφαλής κυβερνήσεων όπως ο Giuliano Amato, ο Guy Verhofstadt, ο Michel Rocard, και ο Mario Soares,[5] τέτοιοι όροι για τη σταθεροποίηση του χρέους δεν χρειάζονται. Οι λόγοι είναι οι εξής:

1. Το εθνικό χρέος που μετατρέπεται σε ομόλογα της Ένωσης δεν χρειάζεται να είναι εμπορεύσιμο. Εάν το κατέχει και το διαχειρίζεται η ΕΕ σε έναν χρεωστικό λογαριασμό, αυτά τα ομόλογα θα είναι πλήρως αποκομμένα από την υποβάθμιση των οίκων πιστοληπτικής αξιολόγησης.

2. Όταν τα ομόλογα διαφορετικής ωρίμανσης έφταναν σε ημερομηνία λήξης, δεν θα χρειαζόταν να αποπληρωθούν, ενώ ένα βιώσιμο επιτόκιο για την ανανέωσή τους θα μπορούσε να καθορίζεται από την Ευρωμάδα των υπουργών Οικονομικών της ευρωζώνης, αντί από τους οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης.

3. Το μερίδιο του μετατρέψιμου χρέους των κρατών-μελών θα εξυπηρετείται από τα εθνικά τους φορολογικά έσοδα, χωρίς να υπάρχει ανάγκη για μια κοινή δημοσιονομική πολιτική ή για κρατικές εγγυήσεις, και χωρίς δημοσιονομικές μεταβιβάσεις από άλλα κράτη-μέλη.

4. Συνεπώς δεν θα απαιτείται ούτε μια στάση κοινής ευθύνης για τα ομόλογα ούτε και μια τυποποιημένη ρήτρα συλλογικής δράσης.

5. Η μεταφορά του χρέους δεν θα απαιτεί ένα νέο θεσμό, αλλά θα μπορούσε να διατηρείται από την ΕΚΤ ή από τον ευρωπαϊκό μηχανισμό χρηματο-οικονομικής σταθερότητας.

6. Η μετατροπή του εθνικού χρέους στο όριο που ορίζει η συνθήκη του Μάαστριχτ (στο 60% του ΑΕΠ) θα μπορούσε να γίνει στη βάση μιας ενισχυμένης συνεργασίας--όπως ήταν η δημιουργία του ευρώ--χωρίς να υποχρεώνει σε υιοθέτηση όλα τα κράτη-μέλη. Η Γερμανία, η Αυστρία, οι Κάτω Χώρες, και η Φινλανδία θα μπορούσαν να διατηρήσουν τα δικά τους ομόλογα χωρίς ευθύνη για το μετατρέψιμο χρέος.

3. Ανάκαμψη από εμπορεύσιμα ευρωομόλογα

Καθαρές εκδόσεις ευρωομολόγων θα μπορούσαν να εμπορεύονται και θα προσέλκυαν πλεονάσματα από τις κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών και τα επενδυτικά ταμεία κυρίαρχων χωρών.

Ο αρχικός ρόλος του σχεδιασμού για το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων

Το Ευρωπαϊκό Ταμείο Επενδύσεων (ΕΤΕ) σχεδιάστηκε για να εκδίδει τα ομόλογα της Ένωσης στο πλαίσιο της πρότασης της Λευκής Βίβλου του Ντελόρ. Ο ρόλος του ήταν να χρησιμοποιήσει τα ομόλογα για τη χρηματοδότηση ενός ευρωπαϊκού ταμείου επιχειρηματικού κεφαλαίου.[6] Η Γερμανία και η Γαλλία εξέφρασαν την αντίθεσή τους σε ομόλογα της Ένωσης και, ως αποτέλεσμα, ο αρχικά προοριζόμενος ρόλος του ΕΤΕ υποβαθμίστηκε στο να παρέχει αναποτελεσματικές εγγυήσεις δανείων για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις.

Η ανάκτηση του ρόλου του ΕΤΕ ως μέρος του Ομίλου της ΕΤΕπ

Το ΕΤΕ έχει ενταχθεί στον όμιλο της ΕΤΕπ, μια κίνηση που θα ενισχύσει το ρόλο του ως καθαρό εκδότη ομολόγων για τη χρηματοδότηση της ανάπτυξης. Η ΕΤΕπ θα μπορούσε να συμβουλευτεί το ΕΤΕ για τα ζητήματα του ευρωομολόγου, στηριζόμενη στη μακροχρόνια αξιοπιστία που έχει στις αγορές με την έκδοση ομολόγων χωρίς εξαγορές χρέους, εγγυήσεις, ασφαλίσεις, ή δημοσιονομικές μεταβιβάσεις. Η απόφαση σχετικά με τις καθαρές εκδόσεις ευρωομολόγων θα μπορούσε να παρθεί από το Ecofin, το οποίο είναι το ανώτατο όργανο διοίκησης του Ομίλου της ΕΤΕπ.

Συγχρηματοδότηση των έργων της ΕΤΕπ

Τα εμπορεύσιμα ευρωομόλογα θα μπορούσαν να συγχρηματοδοτούν έργα της ΕΤΕπ και να εξυπηρετούνται από τα έσοδα έργων της ΕΤΕπ αντί από δημοσιονομικές μεταβιβάσεις μεταξύ των κρατών-μελών. Ο έλεγχος των έργων θα πρέπει να παραμείνει με την ΕΤΕπ. Θα μπορούσαν επίσης να χρηματοδοτήσουν ένα ευρωπαϊκό ταμείο επιχειρηματικού κεφαλαίου για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, ενισχύοντας την χρηματοδότηση του ΕΤΕ για τη στήριξη των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και την ανταγωνιστικότητα μικρότερων επιχειρήσεων στην Ευρωπαϊκή περιφέρεια, συμπεριλαμβανομένης της στήριξης για την έναρξη επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας.

Συνοχή και σύγκλιση

Από την έναρξη του ειδικού προγράμματος δράσης του Άμστερνταμ, η ΕΤΕπ έχει λάβει χρηματοδότηση από το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο για να επενδύσει στους τομείς της υγείας, της εκπαίδευσης, της αστικής ανάπτυξης και της πράσινης τεχνολογίας, καθώς και σε μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και σε νέες επιχειρήσεις που ενεργοποιούνται στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας. Η κίνηση αυτή αποτελεί συνέχεια της απόφασης του Συμβουλίου το 1994 ότι η ΕΤΕπ θα πρέπει να χρηματοδοτεί διευρωπαϊκά δίκτυα μεταφορών και επικοινωνιών. Σε μόλις 14 χρόνια, η ΕΤΕπ έχει τετραπλασιάσει τις ετήσιες χρηματοδοτήσεις επενδύσεων που ισοδυναμούν με τα δύο τρίτα των πόρων της Επιτροπής. Με τον τετραπλασιασμό των επενδύσεων της για άλλη φορά έως το 2020, βοηθούμενη με συγχρηματοδότηση από τα ευρωομόλογα, η χρηματοδότηση των επενδύσεων της ΕΤΕπ από ομόλογα θα ισοδυναμεί με τη βοήθεια του σχεδίου Μάρσαλ και θα μπορούσε να κάνει πραγματικότητα το Ευρωπαϊκό Πρόγραμμα Οικονομικής Ανάκαμψης.

4. Παγκόσμιες Επιπτώσεις

Σε περίπτωση που κάποια μέλη της ευρωζώνης χρεοκοπήσουν, και το ενιαίο νόμισμα διαλυθεί, θα υπάρξουν καταστροφικές συνέπειες όχι μόνο για την Ευρώπη, αλλά και για τις Ηνωμένες Πολιτείες και το παγκόσμιο εμπορικό σύστημα.

Αντισταθμίζοντας τον κίνδυνο χρεοκοπίας

Αντιθέτως, οι καθαρές εκδόσεις ευρωομολόγων θα:

1. Διασφαλίσουν το ευρώ ως αποθεματικό νόμισμα και θα συμβάλουν σε ένα περισσότερο πλουραλιστικό παγκόσμιο αποθεματικό σύστημα, που είναι ένας από τους κύριους στόχους της Βραζιλίας, της Ρωσίας, της Ινδίας, της Κίνας και της Νότιας Αφρικής.
2. Συμβάλλουν στην ισορροπημένη παγκόσμια ανάπτυξη, η οποία αποτελεί κεντρική στόχο των χωρών της G20, μέσω της ανακύκλωσης των παγκόσμιων πλεονασμάτων.

Επιπτώσεις για τις Ηνωμένες Πολιτείες

Οι επιπτώσεις για τις Ηνωμένες Πολιτείες με την καθιέρωση του ευρώ ως παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα έχουν δύο όψεις:

1. Το δολάριο δεν θα έχει πλέον το πλεονέκτημα να είναι το μοναδικό αποθεματικό νόμισμα.
2. Από την άλλη μεριά, δεν θα υπόκειται στον κίνδυνο ότι δεν θα μπορούσε να διατηρήσει αυτό το ρόλο.

Τα καθαρά κέρδη για τις Ηνωμένες Πολιτείες θα εξαρτηθούν από την έκδοση ευρωομολόγων για τη χρηματοδότηση του Ευρωπαϊκού Προγράμματος Οικονομικής Ανάκαμψης παρά απλά και μόνο για τη σταθεροποίηση του χρέους. Με μια τέτοια ανάκαμψη, και με την Ευρώπη να αποτελεί το ένα τρίτο της παγκόσμιας οικονομίας, οι εξαγωγές των ΗΠΑ θα αυξηθούν. Επίσης, και πάλι προς το δικό τους συμφέρον, αλλά παράλληλα με αμοιβαίο όφελος, η Κίνα θα μπορούσε να συμφωνήσει σε μια ομαλή μείωση της κατοχής της σε δολάρια, ή στη διατήρησή τους ενώ οι καθαρές πλεονασματικές ροές της πηγαίνουν σε ευρωομόλογα.

Σημειώσεις

1. Δείτε Stuart Holland, *The European Imperative: Economic and Social Cohesion in the 1990s* (Nottingham: Spokesman Press, 1993). Πρόλογος από τον Ζακ Ντελόρ.
2. Σύμφωνα με τη Συνθήκη της Λισσαβόνας, η ενισχυμένη συνεργασία λαμβάνει χώρα από μια μειοψηφία των κρατών-μελών. Ωστόσο, η εισαγωγή του ιδίου του ευρώ ήταν μια de facto περίπτωση ενισχυμένης συνεργασίας με βάση την πλειοψηφία.
3. Claude Juncker και Giulio Tremonti, "E-bonds Would End the Crisis," *Financial Times*, 5 Δεκεμβρίου 2010.
4. Οι Ηνωμένες Πολιτείες δεν κατέληξαν στη χρηματοδότηση του ελλείμματος μέχρι τη δεύτερη θητεία του Ρούζβελτ. Αλλά οι βασικές κινητήριες δυνάμεις της ανάκαμψης από τη Μεγάλη Ύφεση, τόσο κατά τη διάρκεια της πρώτης όσο και της δεύτερης θητείας, προήλθαν από χρηματοδοτούμενες κοινωνικές και περιβαλλοντικές επενδύσεις μέσω ομολόγων, μια πρακτική που η Ευρώπη θα μπορούσε να υιοθετήσει τώρα.
5. Giuliano Amato και Guy Verhofstadt, "A Plan to Save the Euro and Curb Speculators," *Financial Times*, Διεθνής Έκδοση, 3 Ιουλίου 2011.
6. Δείτε Holland, *The European Imperative*.